



2025年7月8日

黄金暂歇，白银补涨可期

核心观点及策略

- 虽然美国与其他经济体的关税谈判仍存在较大的不确定性，但全球最大的两个经济体中美之间的经贸关税有显著缓和，之前助推金价不断创新高的核心因素避险需求减弱，这使得金价涨势暂歇，我们认为目前金价依然处于阶段性调整之中。但黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，将限制金价回调的空间。预计金价将继续维持高位震荡走势，下半年国际金价主要波动区间在3000-3500美元/盎司之间。
- 前期滞涨的银价在5月表现得非常抗跌，6月甚至突破前期高点。从资金流向来看，无论是投资资金和投机资金，目前都更加青睐白银，这预示着白银的上涨动能在不断积累。与今年屡创新高的黄金和铜价相比，白银无论是绝对价格还是相对价格都处于低位。下半年白银有望开启补涨行情，表现将比黄金更加耀眼。预计下半年国际银价主要波动区间在35-43美元/盎司之间。
- 风险因素：特朗普继续大幅加征关税

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、2025 年上半年贵金属行情回顾.....	4
二、黄金：美元信用受损助推金价屡创新高.....	5
1、美国政府债务持续扩增，美元信用下降，黄金货币属性在回归.....	5
2、关税风险缓和，美国经济保持韧性，降息预期可能会进一步推迟.....	7
3、逆全球化加剧，全球央行持续增持黄金减持美元.....	10
4、黄金的富保值属性强化，全球黄金 ETF 规模增加.....	11
三、白银：补涨行情值得期待.....	12
1、货币属性较弱压制上半年银价走势.....	12
2、白银的供需缺口在缩小.....	13
3、目前资金更加青睐白银.....	14
3.1 金银 ETF 持仓分析.....	14
3.2 CFTC 持仓变化.....	15
四、2025 年下半年行情展望.....	16

图表目录

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势	4
图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势	4
图表 3 1968 年以来贵金属价格走势	5
图表 4 美国政府债务规模	6
图表 5 美国政府债务 GDP 占比与金价	6
图表 6 金价与美元指数走势变化	7
图表 7 金价与美债利率走势变化	7
图表 8 美国职位空缺数变化	8
图表 9 美国时薪增速	8
图表 10 美国非农就业人数和失业率变化	8
图表 11 美国 PCE 和核心 PCE 变化	8
图表 12 美国贸易谈判进展	9
图表 13 CME 美联储利率预测	9
图表 14 主要央行黄金储备量	10
图表 15 中国央行黄金储备变化	10
图表 16 全球央行购金量	11
图表 17 全球主要央行黄金储备变化	11
图表 18 各国黄金储备数量及排名	11
图表 19 黄金 ETF 持仓变化	12
图表 20 白银 ETF 持仓变化	12
图表 22 COMEX 金银比价变化	13
图表 23 铜金比价变化	13
图表 24 全球白银供需平衡表	14
图表 25 黄金 ETF 持仓变化	15
图表 26 白银 ETF 持仓变化	15
图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化	15
图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化	15

一、2025 年上半年贵金属行情回顾

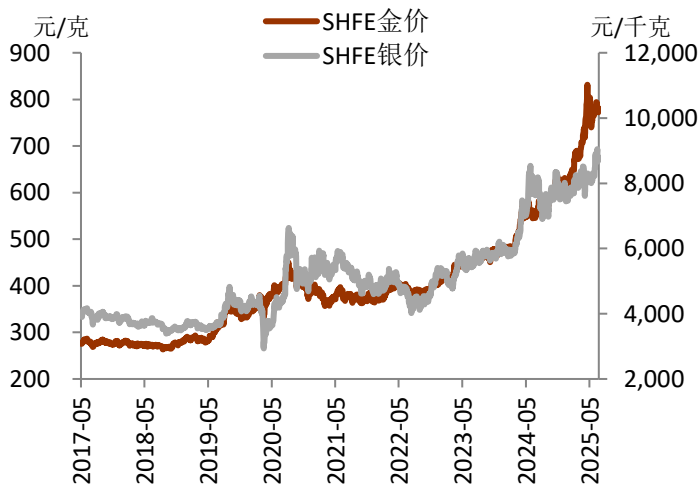
2025 年伊始，黄金在美国总统交接而引发的各自博弈中继续上攻。特朗普胜选引发的政策变革推动避险情绪激增，市场提前押注“特朗普 2.0”贸易保护主义与财政扩张风险，金价在大选结果出炉前强势突破 2800 美元/盎司关口。随着特朗普政府就任以及开启 DOGE 部门减支，伴随着美国经济数据走弱，以及英伟达财报不及预期引发科技股遭到抛售，市场对美国经济陷入滞胀的预期强化，金价在 1 月底突破前期高点，创历史新高。

特朗普的关税威胁导致的避险需求推动金价屡创新高，且在特朗普可能对黄金也征收关税的预期下，引发贸易商的前囤积黄金的热潮，大量黄金从伦敦转移至纽约。3 月突发台海事件助推金价站上 3000 美元，引发基金和投资者的涌入，金价继续强劲上攻，在 4 月 2 日特朗普“对等关税”政策出台之后才稍作休整，又因美国对中国持续大幅加征关税而高歌猛进。

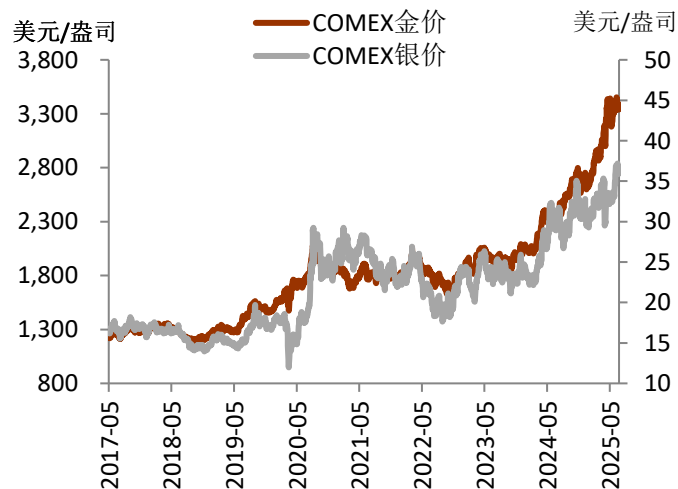
直到 4 月 22 日，特朗普对关税威胁的态度有所缓和，市场的避险情绪开始退潮，金价高位回调。虽然中美经贸谈判取得重大进展，但美国对其他贸易国的关税政策反复不定，金价陷入高位震荡。6 月 13 日突发的以伊冲突并未能提振金价走势，金价依然维持高位震荡走势。7 月初特朗普“大美丽法案”通过，以及近期将原定 7 月 9 日的关税谈判截止期推迟至 8 月 1 日，并对 14 个国家发送增税函，贵金属市场波动不大，依然维持窄幅震荡走势。

白银价格在今年 1-4 月的表现远不及金价，涨幅低于黄金，但在 5 月金价陷入震荡调整期间，银价表现更加抗跌。6 月 2 日开银价大幅上涨，在 6 月 5 日一举突破前期 35.5 美元/盎司的重要阻力位，并继续冲高至 37.4 美元，出现一定补涨的迹象。银价在 6 月中下旬略做调整之后，在 7 月初突破前期高点再创新高。

图表 1 近 5 年 SHFE 金银价格走势

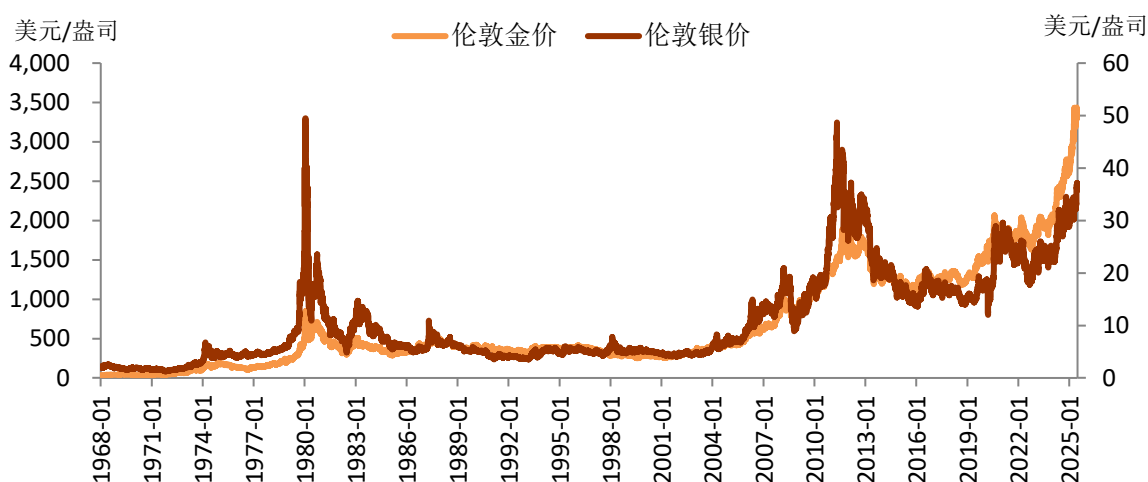


图表 2 近 5 年 COMEX 金银价格走势



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 1968 年以来贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

二、黄金：美元信用受损助推金价屡创新高

今年上半年黄金上涨的主要助推因素是特朗普重任后，美国经济和贸易政策的确定性导致的避险需求的急剧抬升。其本质是美元信用的受损，黄金作为美元资产的替代，受到央行的增持和机构资产配置的青睞。但 4 月中旬中美贸易摩擦最为极端的情形已过，5 月日内瓦会谈结果超预期，但还需谨慎 90 天关税暂缓到期之后中美贸易关系有再度恶化的可能。

1、美国政府债务持续扩增，美元信用下降，黄金货币属性在回归

“大漂亮法案”通过，美国财政赤字面临更大挑战

7 月 3 日，特朗普的标志性减税与支出法案“大漂亮法案”在共和党占多数的众议院以微弱优势获得通过。这项法案的核心内容是大幅减税、增加国防和边境安全开支，同时削减社会福利和能源补贴，并提高联邦法定债务上限至 5 万亿美元。该法案总体上会推高财政赤字，根据美国国会预算办公室（CBO）测算，预计这些改革措施将使美国现有的 36.2 万亿美元的政府预算赤字在未来十年内将增加 3.4 万亿美元，较此前众议院版本还要多 1 万亿美元。美国赤字率可能达到 7-8%，债务将达到 GDP 的 127%，虽然有对外加税预计每年能带来 2000 亿美元财政收入，但难以抵消大规模减税的影响，美国财政赤字面临更大的挑战。

特朗普已于上周五签署该法案，使其正式成为法律。法案的通过为政府提供了更大的财政灵活性，避免了短期内的政府违约风险。但美国财政赤字继续扩大引发了市场对美国财政可持续性和债务风险的担忧。

快速飙升的债务规模削弱美元信用

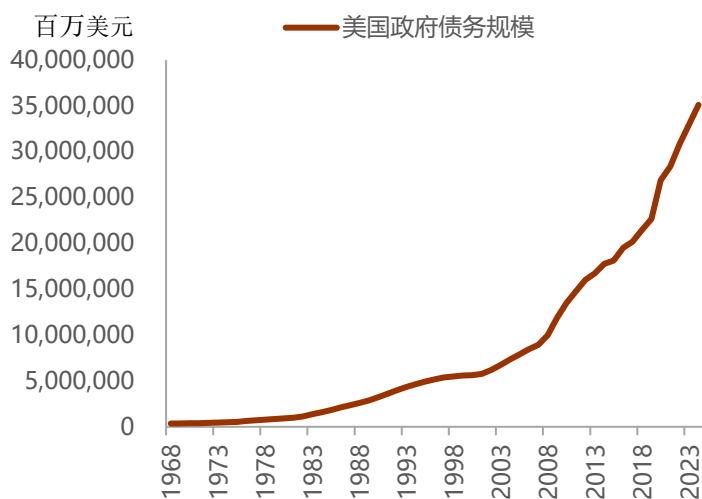
从历史角度回顾，黄金价格与美国政府债务 GDP 占比有一定的同步性，当债务处于扩散扩张阶段时，对应黄金的牛市。

回顾历史上黄金价格，2001-2010 年间，美国政府债务占 GDP 比例从 50% 升至 100%，金价同时大涨，在 2011 年最高达到 1921 美元的高峰。2019 年美国政府债务占 GDP 比例从 106% 升至 124%，金价也同时上涨。

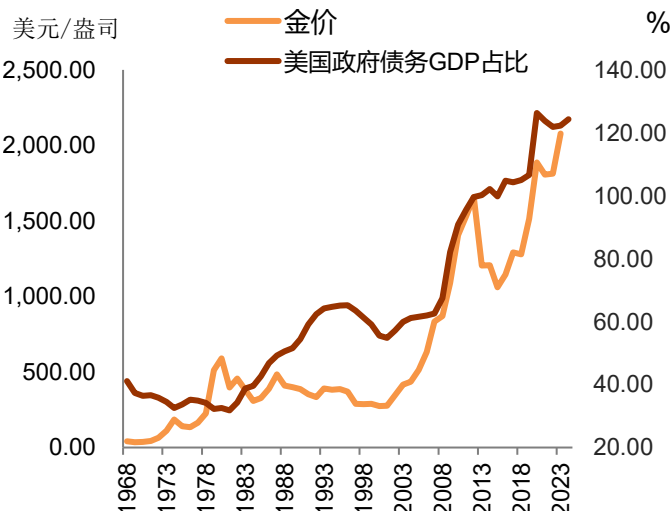
数据显示，2024 年底，美国政府债务目前已达到了 36.2 万亿美元，较 2020 年 3 月的水平高出了约 12 万亿美元。持续快速扩张的债务规模，在透支着美元的信用，引起其他经济体对于美元信用货币体系的不信任。另外，美国的利率中枢在 2022 年以来的高通胀环境中抬升至 4%，未来的利息偿付压力将拖累美国财政压力，进而损害美元信用。不断膨胀的债务规模和高利率，使得本财年美国国债的利息已超过美国国防支出，是仅次于社保和医疗的第三大支出。美国政府债务压力在持续加大。

国际评级机构穆迪在 5 月将美国政府信用评级从 “Aaa” 下调至 “Aa1”，理由是美国的 36 万亿美元债务负担日益沉重，且利息支出明显高于其他同类国家，引发市场对长期财政可持续性的担忧。

图表 4 美国政府债务规模



图表 5 美国政府债务 GDP 占比与金价



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 6 金价与美元指数走势变化



图表 7 金价与美债利率走势变化



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

2、关税风险缓和，美国经济保持韧性，降息预期可能会进一步推迟

关税大限推迟，博弈还在持续

特朗普签最新署行政令，将原定的关税谈判截止日期从 7 月 9 日延至 8 月 1 日，并正式致函 14 国通知大幅加税，日韩商品将被征收 25% 关税，惩罚性措施不与此前汽车、钢铝关税叠加。对其他 12 个国家的进口产品征收 25% 至 40% 不等的关税，信函暗示仍留谈判空间，同时警告报复将遭对等回应。日本、韩国、南非等国相继作出回应，称关税“令人遗憾”、“不合理”，并表示将在期限内继续与美方谈判。欧盟也在寻求与美国敲定初步的贸易协议，让 8 月 1 日之后美国对欧盟的关税锁定在 10%，以便进一步谈判达成永久性协议。虽然关税博弈有再度升温，总体而言扰动程度预计将远小于 4 月，关注日韩等被加征关税对象的应对措施。

经济韧性强，美联储降息预期可能进一步推迟

美联储在 6 月议息会议上如市场预期再次按兵不动暂停降息，将 2025 年 GDP 预估下调至 1.4%，同时将通胀预期上调至 3%。鲍威尔表示表示，预计未来数月通胀压力将因关税显著上升，就业市场并未呼吁降息。特朗普频繁施压，鲍威尔面临降息压力，但关税阴云下美联储依然保持偏鹰姿态。

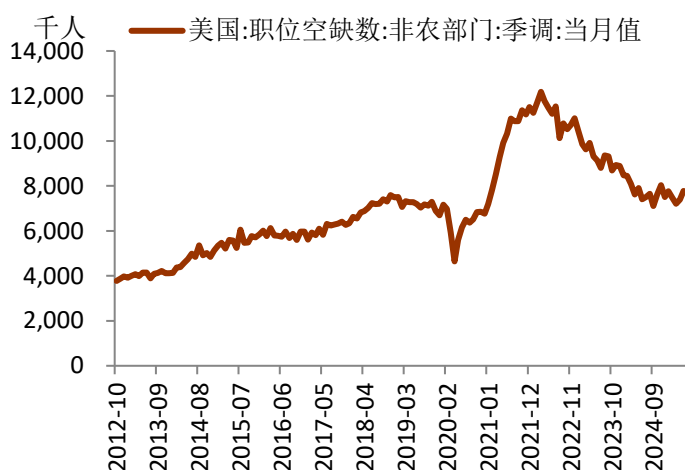
美国 6 月非农数据录得 14.7 万人远超预期，从结构看，新增就业主要来自政府部门，特别是州政府教育系统。6 月失业率降至 4.1%，但劳动参与率下降至 62.3%，创下新低，服务业就业分项也回落至收缩区间，就业市场总体上还是处于“低招人、低裁员”的温和状态。非农就业报告公布后，利率期货市场放弃了对 7 月美联储降息的押注。目前市场对 9 月份美联储降息的概率约为 80%，低于非农就业报告公布前的 98%。预计今年 1-2 次依然是基准情景。

敬请参阅最后一页免责声明

在强劲的 6 月非农数据、特朗普大规模减税与债务上限上调利好下，市场对美国经济硬着陆的担忧显著下降。减税法案和财政扩张将刺激消费和投资，短期内扩大总需求，加之关税输入性影响，可能加剧二次通胀风险，进一步推迟美联储降息节奏。

在经济面临高度不确定性的情况下，美联储在调整政策之前可以保持耐心并评估即发布的数据。多重因素掣肘下，美联储利率决策难题依然是通胀和就业的权衡，与之对应的是关税谈判进程以及移民政策的调整。当前宏观环境复杂多变，美联储未来货币政策路径仍存在很大不确定性。

图表 8 美国职位空缺数变化

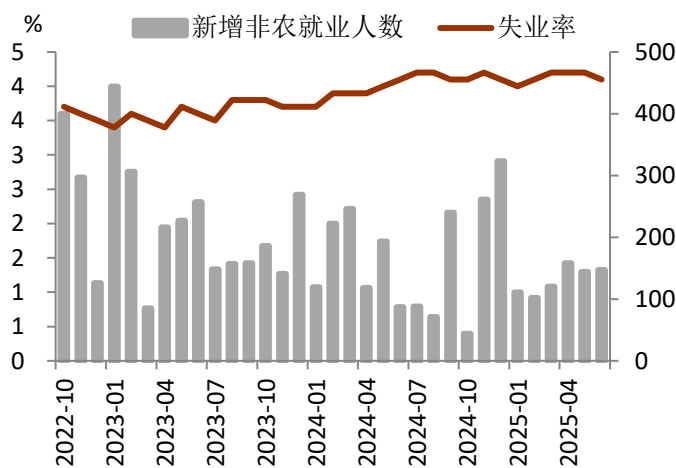


图表 9 美国时薪增速

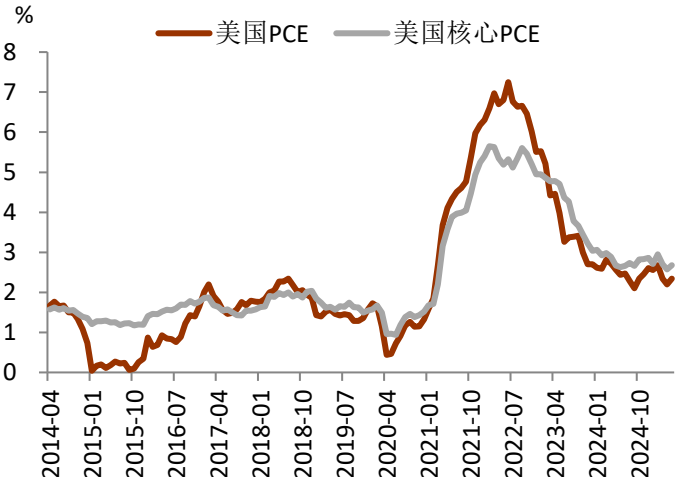


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 美国非农就业人数和失业率变化



图表 11 美国 PCE 和核心 PCE 变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 美国贸易谈判进展

主要国家贸易谈判最新进展和协议通过概率评估					
经济体	占美国进口比重	美国对等关税税率	暂缓期间对等关税	达成协议概率	当前贸易谈判进展
英国	2.1%	10%	10%	达成贸易协议	● 对英10%的对等关税保留。 ● 行业关税将采取“配额”思路：汽车小于10万台：10%关税；大于10万台，27.5%关税； ● 英国增加50亿美元农产品进口，以及100亿美元波音采购订单。 ● 落实原产地原则：避免其他国家利用协议进行转口。 ● 巩固政府优先采购权，给予优先进口权：英国航空航天零部件；医药和相关原材料；以及其他面临232等调查的行业。
越南	4.2%	46%	20%	达成贸易协议	● 美方将对越南进口征收20%关税，并对“转运”产品征收40%的惩罚性关税； ● 作为交换，越南将首次对美国产品全面开放市场，实施零关税政策。
柬埔寨	0.5%	49%	10%	达成贸易协议	● 双方就联合声明草案达成共识，将于近期发布关于对等关税的联合声明。
泰国	2.0%	36%	10%	高	● 泰国称与美国的贸易谈判“进行得很顺利”，寻求在下周截止日期之前达成协议，一份根据美国反馈改进的提案正在筹备中。
印尼	0.9%	32%	10%	高	● 印尼发表声明，称有信心在即将到来的关税截止日期前与美国达成一项涵盖关键矿物、能源、国防合作和市场准入的大胆的贸易协议：将对超过1700种商品实施接近零水平的进口关税，覆盖近70%的美国进口商品，涵盖美国要求的关键领域，包括电子产品、机械、化学品、医疗保健、钢铁、农业和汽车等行业； ● 此外，印尼将于7月7日下一签署价值340亿美元的谅解备忘录，在美国投资，并购买美国的农产品和价值155亿美元的能源产品。
印度	2.7%	26%	10%	中	● 美印努力在7月9日前敲定临时贸易协议； ● 但印度计划对美国汽车及零部件关税报复的举动，以及在关键的农业和乳制品问题上不愿做出妥协，为协议达成增加不确定性。
日本	4.5%	24%	10%	低	● 日美七轮贸易谈判，未取得实质性进展（即将开展第八轮）； ● 日方对25%汽车关税态度强硬，希望拖延关税截止日期； ● 美方威胁对日征收30%-35%关税，特朗普称与日本达成协议“看起来很困难”。
韩国	4.0%	25%	10%	低	● 韩国积极争取延长90天关税暂停期，当前谈判进度无法在既定期限内完成，希望获得额外磋商时间。
欧盟	18.5%	20%	10%	低	● 欧盟希望与美国达成一项原则性协议，表示愿意接受10%的基准关税，但希望美国承诺，降低对药品、酒类、半导体和商用飞机等关键行业产品的关税，并对汽车和铝铝产品提供配额和豁免； ● 欧盟第二轮反制措施规模已从最初的950亿欧元缩减至720亿欧元； ● 欧盟否认将在数字服务税等科技业监管法规上对特朗普政府让步。 ● 欧盟表示若无法达成更广泛的贸易协议，希望确保美国暂缓加征关税的期限得以延长。

资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 13 CME 美联储利率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.4%	67.1%	16.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.8%	46.7%	36.8%	6.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	30.4%	41.2%	20.0%	2.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	19.0%	36.3%	29.7%	10.7%	1.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	11.5%	28.2%	32.8%	19.6%	5.8%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.0%	29.4%	29.2%	15.9%	4.4%	0.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	8.3%	20.6%	29.3%	24.6%	11.9%	3.0%	0.3%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.0%	5.2%	14.9%	25.3%	26.8%	17.8%	7.2%	1.6%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.6%	6.7%	16.4%	25.5%	25.5%	16.2%	6.3%	1.4%	0.1%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.1%	7.7%	17.3%	25.5%	24.6%	15.2%	5.8%	1.2%	0.1%
2026/12/9	0.1%	0.9%	3.9%	10.8%	20.0%	25.2%	21.5%	12.2%	4.3%	0.9%	0.1%

资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

3、逆全球化加剧，全球央行持续增持黄金减持美元

2022 年俄乌冲突爆发是全球央行加快增持黄金储备的分水岭

从 2010 年开始，全球央行就成为黄金的净买入方。2022 年初俄乌冲突发生后，2022 年 3 月，俄乌冲突发生后，欧美冻结了俄罗斯央行在海外的近 3000 亿美元的外汇储备和资产，成为了全球央行重新思考美元地位的分水岭。各国央行加速其储备资产的多元化进程，黄金作为最没有政治风险的资产受到央行的青睐。

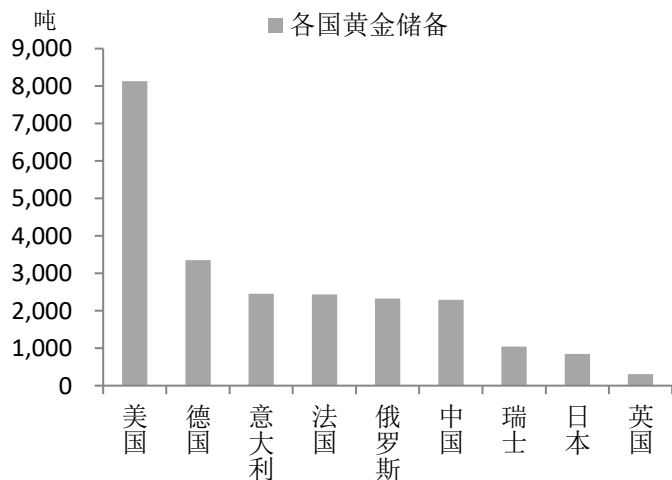
各国央行在 2024 年继续主导黄金市场，2024 年全球央行黄金购买量达 1045 吨，约占去年总需求的 20%，且连续第三年突破 1000 吨大关。中国、俄罗斯、土耳其、波兰、新加坡和印度央行，是近两年全球央行黄金储备增量的主要央行。

在逆全球化背景下，全球央行去美元化趋势将持续、目前全球地缘政治和经济的不稳定性增强，各国债务水平上升，黄金储备的战略地位凸显。预计 2025 年全球央行的购金需求仍将占据主导地位，全球央行持续购金将继续为黄金需求提供支撑。

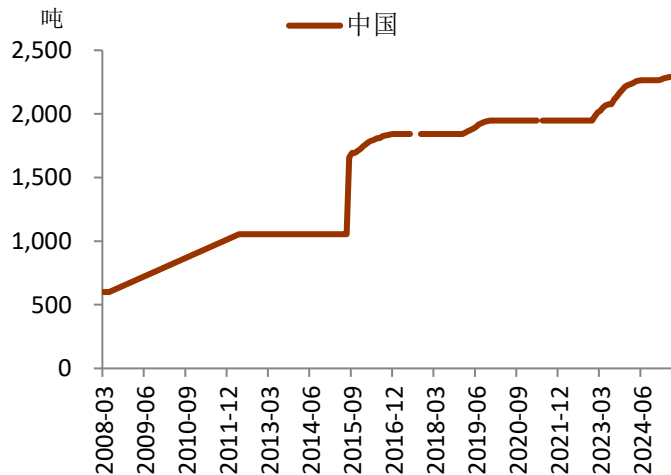
中国央行是增持黄金储备的主力军

中国央行是一直在增加黄金储备，央行在暂停增持黄金 6 个月之后，于 2024 年 11 月又重启购金。在金价屡次刷新新高的背景下，今年中国央行依然在持续增持黄金。人民银行最新数据显示，截至 6 月末，我国黄金储备报 7390 万盎司（约 2298.55 吨），环比增加 7 万盎司（约 2.18 吨），连续 8 个月增持黄金储备。我国官方国际储备资产中黄金的占比不到 7%，明显低于 15%左右的全球平均水平，远低于发达国家超过 70%的比重。逆全球化背景下，地缘政治冲突会更加频繁，全球央行去美元化趋势将持续，而黄金是全球广泛接受的最终支付手段，央行增持黄金能够增强主权货币的信用。从优化国际储备结构，稳慎扎实推进人民币国际化，以及应对当前国际环境变化等角度来看，未来央行增持黄金仍是方向。

图表 14 主要央行黄金储备量

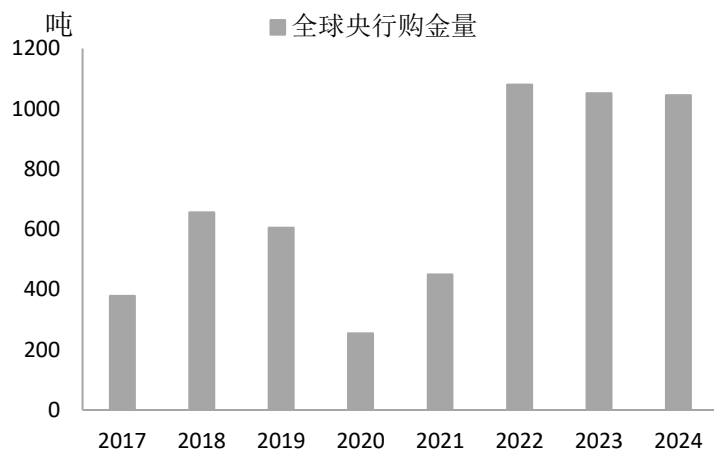


图表 15 中国央行黄金储备变化

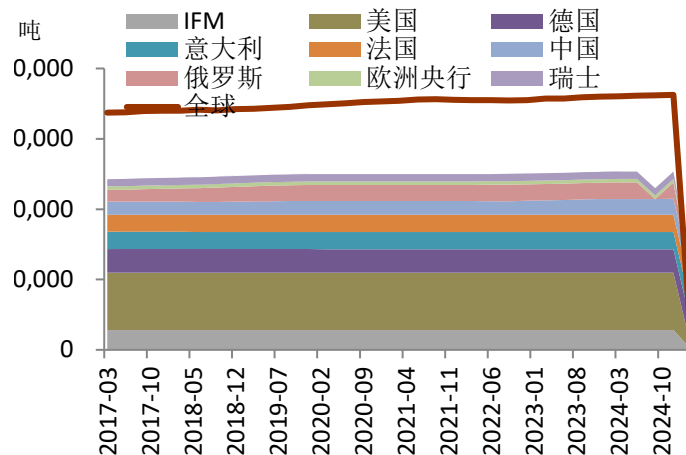


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 全球央行购金量



图表 17 全球主要央行黄金储备变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 各国黄金储备数量及排名

排名	国家和地区	黄金储备吨数	占外汇储备比例
1	美国	8133.5	78.6%
2	德国	3351.1	78.0%
3	国际货币基金组织	2814	—
4	意大利	2451.8	74.9%
5	法国	2437	75.5%
6	俄罗斯	2329.5	37.1%
7	中国	2298.5	6.8%
8	瑞士	1040	11.7%
9	印度	879.6	13.4%
10	日本	846	6.9%
11	土耳其	626	54.1%
12	荷兰	612.5	69.1%
13	波兰	509.3	22.3%
14	欧洲央行	506.5	37.1%

数据来源：World Gold Council，铜冠金源期货（截止于 2025 年 5 月）

4、黄金的富保值属性强化，全球黄金 ETF 规模增加

黄金 ETF 投资是助推今年金价持续上涨的重要力量

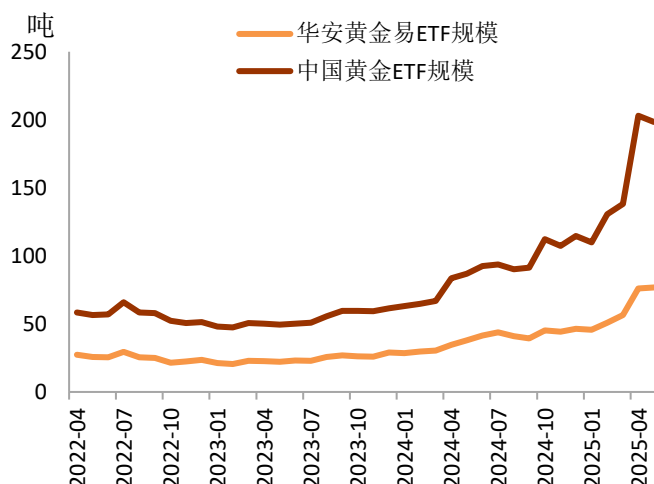
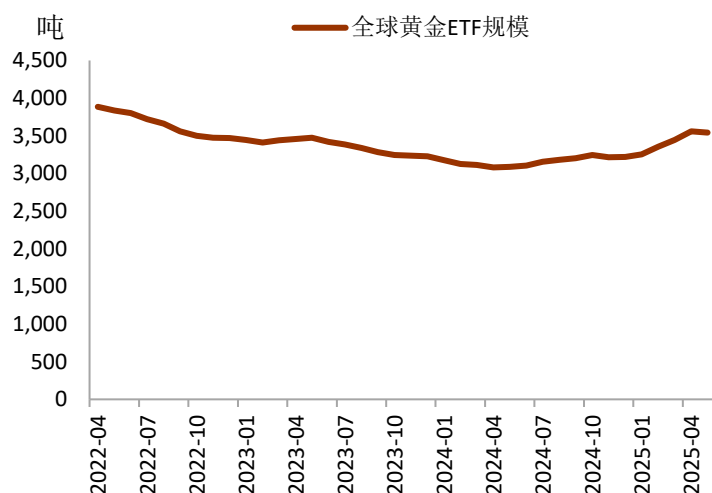
2022 年以来金价的上涨过程中，黄金白银 ETF 的持仓变化与金银价格变化的正相关性明显弱化。但特朗普上任后，全球地缘政治及宏观经济的不确定性风险大增，进一步强化了黄金的避险属性和财富保值属性。黄金 ETF 投资资金是今年年初至 4 月助推金价不断创新高的重要力量。4 月底，全球黄金 ETF 的持金量达到 3560 吨，比 2024 年底的 3218 吨有明显的增加。

国内投资者对黄金 ETF 投资热情高涨

今年 1-4 月份，国内投资者特别青睐黄金投资。中国市场黄金 ETF 需求激增，一季度流入约 167 亿元人民币（约 23 亿美元，合 23 吨），创历史新高，4 月国内黄金投资出现狂热景象，中国黄金 ETF（上市 12 年，共计 198 吨）的持仓增加在 4 月中旬就超过 30 吨已超过今年第一季度，甚至超过去年全年的总整增持量。空前资金的流入量推动黄金 ETF 资产管理总规模和总持仓双双突破历史纪录，5 月底分别达到 212 亿美元和 198 吨的高位。

图表 19 黄金 ETF 持仓变化

图表 20 白银 ETF 持仓变化



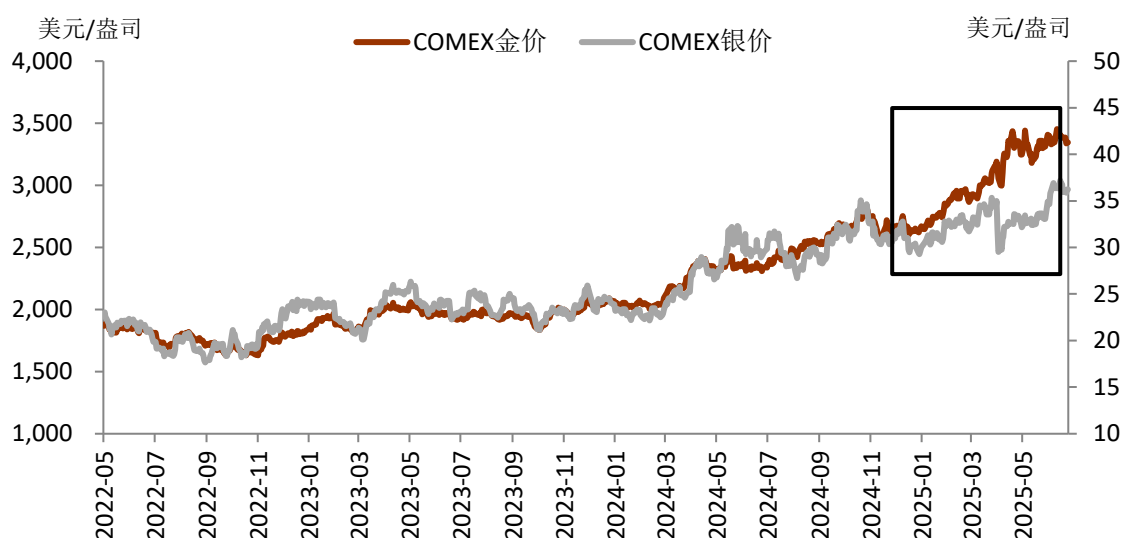
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、白银：补涨行情值得期待

1、货币属性较弱压制上半年银价走势

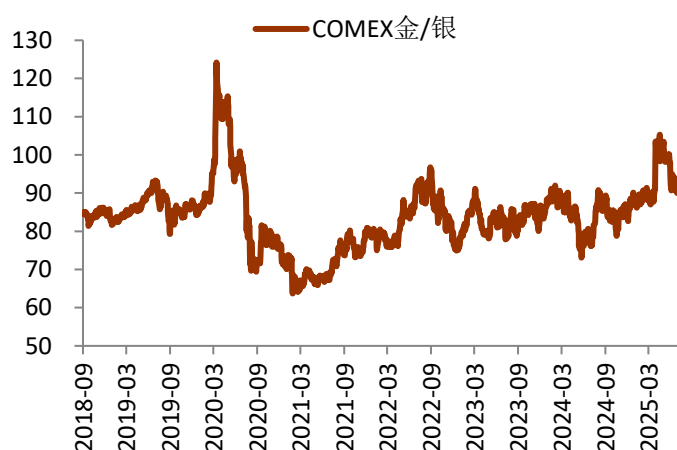
5 月中美关税风险缓和，避险情绪退潮，金价出现回调，而银价表现抗跌并在 6 月初开启补涨，COMEX 金银比价从 104 的高位快速回落至 94 附近。沪金银比价也从上个月 97 的高位下降至 92。在今年黄金和铜价都创下历史新高的背景下，银价无论是绝对价格还是相对价格都处于低位，资金已明显转向白银，预计白银的补涨逻辑还将持续，金银比价将继续回归。

图表 21 近半年银价走势滞后于金价

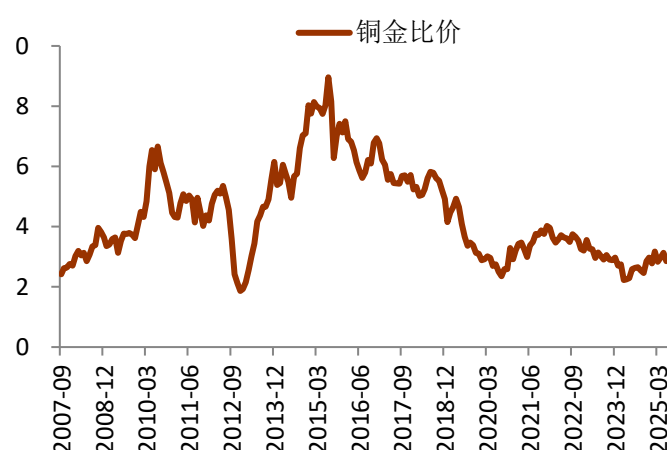


资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货

图表 22 COMEX 金银比价变化



图表 23 铜金比价变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、白银的供需缺口在缩小

近几年，全球白银的供需状况有明显改善，2021 年，全球白银供需格局已由过剩转向短期。

2025 年全球经济前景趋弱压制工业需求预期，近几年最主要的需求增量光伏用银今年也面临滑坡风险。其投资需求正面临多空交织因素，经济衰退担忧与地缘政治紧张局势助推，白银实物净投资需求的上升，投资组合多元化配置。

世界白银协会发布的最新年度报告显示，受需求下降 1%与总供应量增长 2%的共同影响，2025 年全球白银供应缺口预计将收窄 21%。

图表 24 全球白银供需平衡表

单位: 吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	同比 2024	同比 2025F
供应												
矿山产量	28002.2	26897.05	26466.72	26050.55	24381.05	25836.23	26100.52	25274.79	25494.43	25971.44	1%	2%
回收量	4860.77	4982.78	5049.76	5095.47	5619.73	5933.45	6014.53	5708.88	5839.08	5890.26	6%	-0.40%
净套期供应	0	0	0	432.34	264.38	0	0	0	0	27.99	na	na
官方部门净销售	34.21	31.1	37.32	31.1	37.32	46.65	52.88	49.76	46.65	46.65	-9%	4%
总供应	32907.2	31910.93	31553.8	31579.36	30302.48	31770.21	32167.93	30991.73	31380.16	31936.34	2%	2%
需求												
工业 (总计)	15231.8	16492.66	16355.44	16348.32	15913.13	17540.58	18428.02	20436.54	21178.03	21067.77	4%	-0.50%
电气和电子	9611.08	10545.44	10278.55	10164.61	9992.8	10912.9	11529.31	13826.14	14328.39	14487.32	4%	1%
其中: 光伏	2548.16	3098.56	2696	2326.65	2575.37	2766	3670.32	5993.59	6144.23	6088.26	3%	-1%
钎焊合金和焊料	1526.18	1583.17	1611.4	1627.82	1477.42	1570.73	1525.2	1565.3	1603.94	1640.37	3%	3%
其他工业	4034.58	4291.05	4467.99	4556.9	4442.96	5061.95	5362.41	5066.09	5239.7	4940.09	4%	-6%
摄影	1079.29	1007.75	976.65	954.88	836.68	861.57	861.57	849.13	793.14	752.81	-7%	-5%
珠宝	5887.23	6100.02	6316.43	6273.45	4693.5	5660.85	7293.71	6316.16	6492.74	6100.12	3%	-6%
银器	1664.04	1847.55	2080.05	1905.65	970.34	1261.91	2286.01	1713.2	1689.71	1430.76	-2%	-15%
硬币和银条净需求	6621.94	4841.28	5159.08	5828.25	6594.64	8842.71	10527.49	7593.63	5947.61	6354.66	-22%	7%
净套期需求	373.24	34.21	229.16	0	0	108.86	556.75	357.69	133.74	0	-62%	na
总需求	30890.9	30860.77	31335.36	31538.3	28412.4	32373.53	40041.14	37217.55	35884.57	35733.9	-3%	-1%
供需平衡	2016.05	1047.27	220.58	-327.75	1678.02	-580.41	-7843.92	-6234.65	-4307.94	-3787.27	-26%	-21%

资料来源: The Silver Institute, 铜冠金源期货

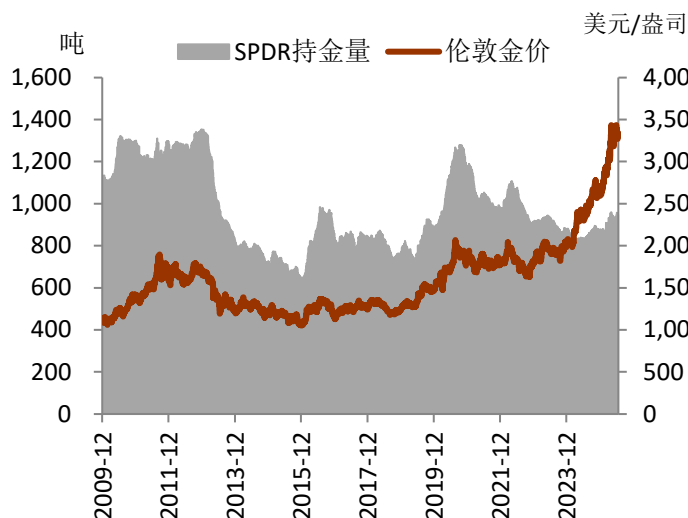
3、目前资金更加青睐白银

3.1 金银 ETF 持仓分析

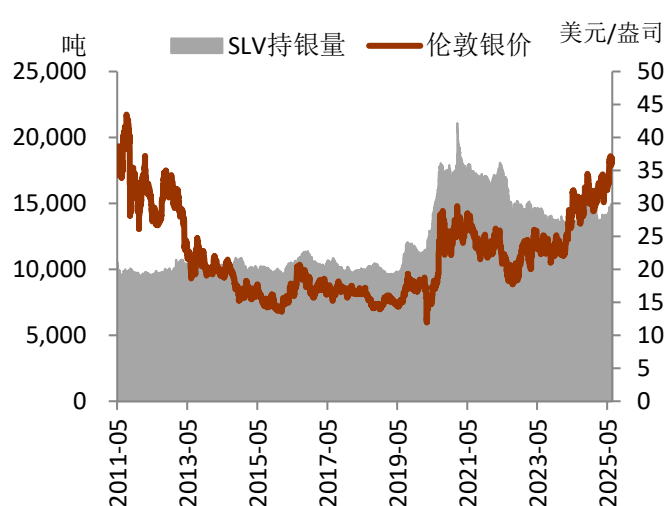
近三年, 国际黄金白银 ETF 的持仓变化于金银价格变化的正相关性明显弱化, 但随着金价不断创出历史新高, 资金又开始流入黄金白银 ETF, 全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量高点在 4 月 21 日, 有 959 吨, 随后金价回调, 资金也跟随流出。整体而言, 投资资金已不再是驱动金银价格的主要因素, 但全球地缘政治及宏观经济的不确定性将进一步强化黄金的财富保值和避险属性。

黄金 ETF 投资需求也成为今年一季度支撑黄金需求的重要力量。4 月国内投资者对黄金 ETF 投资热情高涨, 接棒美国市场助推金价继续上攻。金价从 4 月 22 日开始步入高位震荡, 全球最大的黄金 ETF-SPDR 的持金量有小幅下降, 5 月底又出现开始增加。截至 7 月 5 日, 持金量为 947 吨。全球最大的白银 ETF-ishares 的持银量也增加至 4 月 22 日达到阶段性高点 14120 吨之后开始缓慢下降, 但近期白银持仓量又开始在增加并超过 4 月份的高度, 目前达到 14868 吨。可见, 近期投资资金明显更青睐白银。

图表 25 黄金 ETF 持仓变化



图表 26 白银 ETF 持仓变化



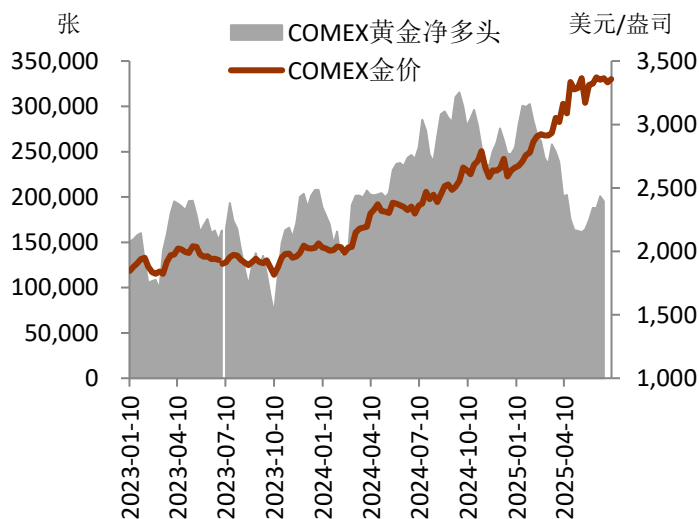
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 CFTC 持仓变化

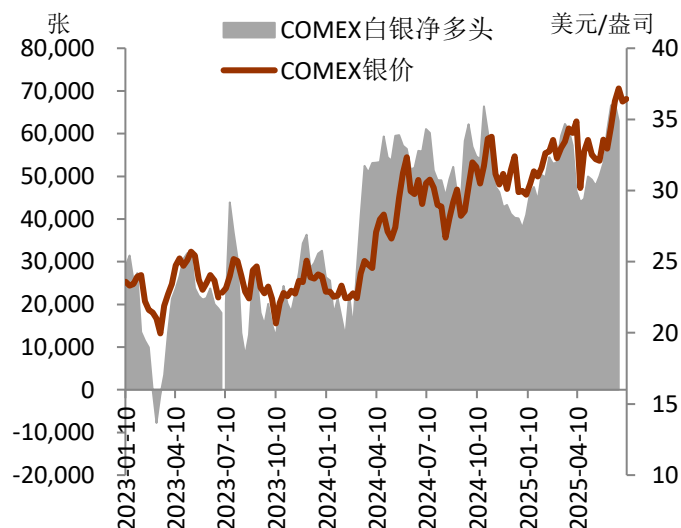
COMEX 的非商业性资金的持仓代表了投机基金的动向，一般会领先于金银价格的走势。从 COMEX 的非商业性净多持仓来看，黄金期货的非商业性净多持仓从今年 2 月初就开始快速下降，可见投机资金在提前获利了结，5 月黄金期货的非商业性净多单又开始小幅增加。而白银期货的非商业性净多持仓的阶段高点在今年 3 月中旬，后面下降幅度不大，在 4-6 月开始持续增加。

根据 CFTC 最新公布的数据，截至 2025 年 7 月 1 日，COMEX 黄金期货的非商业性净多持仓为 201980 张，较今年 2 月初超过 30 万张数量下降明显；COMEX 白银期货持有非商业性净多持仓为 82747 张，处于历史高位，可见目前投机资金更加青睐白银。

图表 27 CFTC 黄金净多头持仓变化



图表 28 CFTC 白银净多头持仓变化



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

四、2025 年下半年行情展望

虽然美国与其他经济体的关税谈判仍存在较大的不确定性，但全球最大的两个经济体中美之间的经贸关税有显著缓和，之前助推金价不断创新高的核心因素避险需求减弱，这使得金价涨势暂歇，我们认为目前金价依然处于阶段性调整之中。但黄金的避险属性和财富保值得到进一步强化，将限制金价回调的空间。预计金价将继续维持高位震荡走势，下半年国际金价主要波动区间在 3000-3500 美元/盎司之间。

前期滞涨的银价在 5 月表现得非常抗跌，6 月甚至突破前期高点。从资金流向来看，无论是投资资金和投机资金，目前都更加青睐白银，这预示着白银的上涨动能在不断积累。与今年屡创新高的黄金和铜价相比，白银无论是绝对价格还是相对价格都处于低位。下半年白银有望开启补涨行情，表现将比黄金更加耀眼。预计下半年国际银价主要波动区间在 35-43 美元/盎司之间。

风险因素：特朗普继续大幅加征关税

洞彻风云 共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 910、911 室
电话：025-57910823

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。